

# LA RESPONSABILITÀ AMMINISTRATIVA DELLE SOCIETÀ E DEGLI ENTI

n. 4 - ottobre-dicembre 2006

## SOMMARIO

### QUESTIONI E APPROFONDIMENTI

La responsabilità del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e il sistema sanzionatorio <i>di Alessandra Rossi</i> .....	7
Il nuovo delitto di omessa comunicazione del conflitto di interessi <i>di Luigi Domenico Cerqua e Cosimo Maria Pricolo</i> .....	27
• L'Organismo di Vigilanza e l'aggiornamento del Modello Organizzativo <i>di Ugo Lecis</i> .....	37
La "nuova" disciplina dell'informazione privilegiata <i>di Giovanni Paolo Accinni</i> .....	45
Organi di controllo ed Organismo di Controllo: il requisito dell'indipendenza alla luce della normativa societaria <i>di Patrizia Grosso Frignani</i> .....	61
• Sistemi disciplinari e soggetti sottoposti ex d.lgs. 231/2001 <i>di Luca Antonetto</i> .....	69
Il ruolo del profitto nel sistema della responsabilità degli enti ( <i>prima parte</i> ) <i>di Vincenzo Tutinelli</i> .....	79
Le modalità di intervento dell'ente nella fase delle indagini preliminari <i>di Giuseppe de Falco</i> .....	99

# LA “NUOVA” DISCIPLINA DELL’INFORMAZIONE PRIVILEGIATA

Avv. Giovanni Paolo Accinni, Avvocato in Milano

## 1. Premessa

La disciplina della diffusione al pubblico di informazioni relative agli emittenti strumenti finanziari quotati suscettibili di incidere sulla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari stessi è stata, come noto, recentemente riformata.

La legge 62/2005, in attuazione del diritto comunitario, è infatti intervenuta nel corpo del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 58/1998, cd. TUF) riformulandone più di una disposizione. In particolare, l'art. 9, comma 1, lett. e), della legge 62/2005 ha riscritto la disposizione di cui all'art. 114 TUF in tema di obblighi di comunicazione al pubblico cui sono tenuti gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano.

La previgente formulazione dell'art. 114 TUF prevedeva un generico obbligo di informazione in ordine ai “fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio ed idonei, se resi pubblici, ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari” (cd. notizie *price sensitive*).

Siffatta norma, incentrata sulla generica definizione di notizia *price sensitive*, è stata dunque sostituita da una nuova e più ampia formulazione che impone agli emittenti quotati uno specifico obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate, così come oggi definite dall'art. 181 TUF: disposizione pure novellata per effetto della legge n. 62/2005. Invero, la disposizione di cui all'art. 114, comma 1, TUF, prevede oggi che “fermi gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'art. 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate”. La medesima disposizione rimette poi al potere regolamentare della CONSOB di stabilire le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni.

Il legislatore italiano, in conformità alle indicazioni di Bruxelles (formulate già con la cd. “direttiva base” 2003/6/CE), ha dunque inteso creare i “giusti” incentivi per l'esternalizzazione di informazioni privilegiate, in conformità alla cd. *efficient capital market hypothesis*, ossia alla teoria economica secondo cui i prodotti negoziati nei mercati finanziari devono esprimere prezzi che riflettano completamente tutte le informazioni disponibili.

In questa prospettiva l'ordinamento giuridico mira ad assicurare a ciascun investitore l'informazione necessaria per effettuare un investimento consapevole ed inoltre tende ad individuare i canali che agevolino l'esternazione di siffatte

informazioni proprio da parte di quei soggetti (per lo più istituzionali) in grado di sostenere i costi necessari per raccogliere ed elaborare i dati disponibili, assicurando così una corretta formazione dei prezzi.

Preliminare ad ogni ulteriore considerazione diviene allora la perfetta comprensione del concetto di informazione privilegiata così come definita dalla disposizione di cui all'art. 181 TUF che, appunto, rubrica "informazione privilegiata".

## 2. La nuova nozione di "informazione privilegiata"

Il primo comma dell'art. 181 TUF definisce l'informazione privilegiata come "un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari". La "novellata" disposizione di cui all'art. 181 TUF non fornisce dunque una tipizzazione specifica di tutte le informazioni che potrebbero influire sui prezzi degli strumenti finanziari (né sarebbe ragionevolmente concepibile una capacità di tipizzazione del legislatore talmente ampia), ma demanda agli emittenti l'onere di valutare caso per caso l' idoneità dell'informazione ad influenzare sensibilmente i prezzi di mercato.

Bene subito porre in evidenza che, se l'art. 181 TUF individua come informazioni privilegiate quelle che concernono "direttamente o indirettamente" gli emittenti o gli strumenti finanziari, l'obbligo informativo di cui all'art. 114 TUF attiene tuttavia alle sole informazioni privilegiate (di cui all'art. 181 TUF) che riguardino "direttamente" gli emittenti quotati e le società dagli stessi controllate<sup>1</sup>. In altri termini, l'obbligo informativo di cui all'art. 114 TUF non investe tutte le informazioni privilegiate astrattamente suscumbibili entro la disposizione di cui all'art. 181 TUF, ma solo quelle che attengono direttamente all'emittente (e non anche, quindi, quelle che lo concernono indirettamente); insomma, "le informazioni oggetto di *disclosure* rappresentano un sottoinsieme di quelle il cui utilizzo è vietato agli *insider*"<sup>2</sup>.

Resta allora da comprendere che cosa debba intendersi per informazione (privilegiata) concernente direttamente l'emittente.

Secondo una prima soluzione ermeneutica si potrebbe ritenere che siano tali i fatti interni all'emittente (cd. *corporate informations*), ossia le informazioni concernenti eventi e conoscenze sviluppatasi all'interno delle imprese e riguardanti la loro situazione patrimoniale, reddituale, le prospettive di sviluppo (ad esempio, importanti accordi con altre imprese, importanti ordini, contratti od acquisizioni, lancio di nuovi prodotti, cambiamenti nelle prospettive reddituali) ovvero situazioni di particolare rischiosità quali contenziosi giudiziari di rilievo.

Un seconda possibile interpretazione è invece nel senso di ritenere che informazioni riguardanti direttamente l'emittente siano anche i fatti di natura

<sup>1</sup> La portata applicativa delle nuove disposizioni sembra comprendere quanto in precedenza era stato indicato in via di raccomandazione per l'informativa al pubblico da parte delle società quotate secondo i principi posti nella *Guida per l'informazione al mercato*, redatta nel giugno 2002 dal *Forum sull'Informativa Societaria*.

<sup>2</sup> RIGOTTI, *Informazione societaria*, in PATRONI GRIFFI-SANDULLI-SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino 1999, p. 621.

economica, sociale o politica (e dunque estranei alla gestione sociale) comunque idonei a comportare sensibili variazioni sul prezzo degli strumenti finanziari (cd. *market informations*).

La dottrina aveva già affrontato la questione nella vigenza della precedente formulazione dell'art. 114 TUF, che espressamente richiedeva la comunicazione dei fatti avvenuti "nella sfera di attività dell'emittente"; formula che appunto consentiva alla dottrina di propendere - in linea di massima - per l'accoglimento della prima tra le due impostazioni possibili<sup>3</sup>.

Il nuovo testo dell'art. 114 TUF non si riferisce invece più alla comunicazione di fatti interni alla sfera di attività dell'emittente, ma alle informazioni che lo riguardano direttamente e a prescindere dal loro carattere interno o meno. Sarebbe dunque che la nuova formulazione consenta di poter ritenere che ogni fatto, ancorché verificatosi all'esterno della società, purché idoneo ad impattare direttamente e in maniera sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari, debba essere comunicato.

Di certo le informazioni privilegiate devono consistere in notizie non ancora comunicate e comunque non di pubblico dominio, rispetto alle quali solo può configurarsi il sistema di obblighi degli artt. 114 e 181 TUF. L'informazione deve inoltre essere veritiera o quantomeno apparire ragionevolmente verosimile in ragione delle risultanze acquisite e degli elementi noti. Non appare certo sensato un obbligo di comunicare notizie non veritiere o inesatte, anche a voler prescindere dal rischio di incorrere nella violazione della disposizione di cui all'art. 185 TUF: disposizione che, come noto, sanziona la fattispecie di manipolazione del mercato (già aggrigotaggio su strumenti finanziari quotati)<sup>4</sup>. Manifesto infine che - attesa la complessità delle relazioni economiche moderne - la nozione di informazione privilegiata non possa assumere un carattere statico, ma si qualifichi anzi per una certa dinamicità, nel senso che l'informazione si forma e si sviluppa nel tempo, "arricchendosi di particolari e nuovi eventi che completano il mosaico"<sup>5</sup>.

### 3. I caratteri dell'informazione privilegiata

L'informazione privilegiata ai sensi degli artt. 114 e 181 TUF deve dunque rispondere ai seguenti requisiti: (i) precisione; (ii) non pubblicazione; (iii) attinenza diretta con emittenti e strumenti finanziari quotati e (iv) potenziale sensibile incidenza sul prezzo degli strumenti finanziari. L'esame di siffatti requisiti legali mette in evidenza che l'informazione privilegiata si deve qualificare in primo luogo per il proprio carattere di precisione.

La novellata disposizione di cui all'art. 181, comma 3, TUF, spiega quindi che un'informazione può dirsi di carattere preciso se ha ad oggetto un complesso di

<sup>3</sup> RIGOTTI, *Informazione societaria*, cit., p. 621.

<sup>4</sup> Sulla riforma del reato di manipolazione del mercato si veda MANNA, *Tutela del risparmio, novità in tema di insider trading e manipolazione del mercato a seguito della legge comunitaria del 2004*, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 2005, pp. 659 ss.; LUNGHINI, *La manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2005, pp. 1474 ss.; SANDRELLI, *I reati di market abuse*, in questa *Rivista*, 2006, pp. 63 ss.. Sui rapporti tra la previgente fattispecie di cui all'art. 2637 c.c. e l'attuale di cui all'art. 185 TUF ci si consenta il rinvio a ACCINNI, *OPA obbligatoria e condotta "artificiosa" nel reato di aggrigotaggio cd. "manipolativo"*, in *Riv. Soc.*, 2006, pp. 56 ss..

<sup>5</sup> Così SFAMENI, *La nuova definizione di informazione privilegiata*, relazione al Convegno Market Abuse la nuova disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato, Milano 8-9 giugno 2005, p. 4.

circostanze (o un evento) già esistenti o di ragionevole successiva verifica e inoltre se è "sufficientemente specifica", così da permettere di trarre delle conclusioni o da consentire di fare delle previsioni in ordine ai probabili effetti sui prezzi degli strumenti finanziari.

Il requisito della precisione sembra rivolto a circoscrivere l'ampiezza della nozione di informazione privilegiata, escludendo la rilevanza di tutte quelle notizie generiche e troppo vaghe, non suffragate da dati oggettivi e quindi non riscontrabili in modo accurato. Per queste ragioni non appaiono rilevanti le cd. *soft informations* e le *forward looking informations*, ossia l'insieme di previsioni e stime generali di mere speculazioni e di generiche opinioni<sup>6</sup>. Siffatta conclusione appare tanto più fondata sol che si consideri come la norma richiede il riferimento "ad un complesso di circostanze [...] o ad un evento", postulando così che l'informazione privilegiata sia fondata e trovi riscontro in evidenze oggettive, tali cioè da poter provare l'esistenza e la concretezza della notizia. In quest'ottica può allora costituire un'informazione privilegiata anche la notizia attinente alla fase di una fattispecie a formazione progressiva, vale a dire anche un elemento relativo ad un insieme di fatti e/o circostanze, in parte esistenti (e quindi verificati e documentabili) e in parte di ragionevole verifica.

Per contro, il requisito di precisione varrebbe ad escludere dal novero delle informazioni privilegiate i cd. *rumors*, ossia le voci di mercato prive di riscontri oggettivi. Non può sottacersi, tuttavia, che al fine di garantire la migliore informazione agli investitori, in considerazione anche dell'incidenza che i *rumors* possono avere sull'andamento delle quotazioni, la disposizione di cui all'art. 66, comma 8, del Regolamento Emittenti CONSOB (Reg. 11971/99, pure novellato a seguito dell'entrata in vigore della legge 62/2005) ha espressamente previsto che "allorché in presenza di notizie diffuse al pubblico, concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti strumenti finanziari ovvero l'andamento dei loro affari, il prezzo degli stessi strumenti vari, nel mercato nel quale tali strumenti finanziari sono ammessi alle negoziazioni su domanda degli emittenti, in misura rilevante rispetto all'ultimo prezzo del giorno precedente, gli emittenti stessi o, ove interessati, i soggetti che li controllano, pubblicano, senza indugio un comunicato con il quale informano circa la veridicità delle stesse notizie integrandone o correggendone, ove necessario, il contenuto al fine di ripristinare condizioni di parità informativa". Ciò che molto più semplicemente sta ad indicare che la società, in presenza di *rumors* diffusi nel mercato e tali da incidere sul prezzo degli strumenti finanziari emessi, deve prendere posizione con un comunicato stampa smentendo o illustrando il fondamento delle notizie circolanti.

Proprio perché l'informazione al mercato in ordine ai *rumors* costituisce comunque, per le ragioni che si sono illustrate, un'eccezione ai principi di cui agli

---

<sup>6</sup> Nel procedimento penale per una presunta condotta di *insider trading*, sviluppatosi in parallelo rispetto alla vicenda civile, il Giudice per le Indagini Preliminari presso il Tribunale di Milano ha accolto la richiesta di archiviazione, osservando che "quella detenuta dalle banche non era un'informazione concreta caratterizzata da sufficiente specificità e determinatezza di contenuto, essendo connotata da coefficienti di valutazione e previsione, ed era, soprattutto, nota al pubblico dei risparmiatori". La vicenda aveva interessato un gruppo di banche che, fra l'agosto e il settembre 1997, aveva provveduto a vendere le azioni di una società, subito prima del tracollo del titolo, sospeso poi per eccesso di ribasso per via della diffusione dei dati negativi contenuti nella relazione semestrale. Cfr. GIAVAZZI, *Commento a Trib. Milano, 14 febbraio 2004*, in *Le Soc.*, 2005, p. 116.

artt. 114 e 181 TUF, la CONSOB ha peraltro richiesto che le relative comunicazioni siano dovute solo nel caso in cui i *rumors* siano tali da determinare non solo una sensibile variazione del prezzo degli strumenti finanziari, ma più ancora una rilevante variazione valutata rispetto all'ultimo prezzo che i medesimi strumenti finanziari avevano raggiunto nel giorno precedente. In altre parole, la società sarà obbligata a prendere posizione rispetto a *rumors* solo qualora questi ultimi abbiano raggiunto un grado di diffusione e significatività tali da determinare oscillazioni del prezzo rilevanti nell'arco di una sola giornata, ossia variazioni macroscopiche.

L'informazione può dunque dirsi precisa se, come si è detto, si riferisce ad un complesso di circostanze (o ad un evento) esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza. Il riferimento alla ragionevolezza è volto a comprendere i casi di probabile verifica di eventi futuri. Sembra infatti rilevare la sola probabilità, da valutarsi secondo i termini di alta probabilità<sup>7</sup>, dovendosi per contro escludere la mera possibilità perché concetto troppo evanescente e di difficile apprezzamento<sup>8</sup>.

La valutazione di un'informazione come privilegiata, effettuata *ex ante* sulla base dell'elevata probabilità di accadimento di un evento o di un complesso di circostanze, potrà naturalmente essere smentita ed anche contraddetta, laddove *ex post* quegli accadimenti ragionevolmente attesi non si verificano. Risulterà allora importante, in relazione agli eventi futuri, interrogarsi sul rapporto tra probabilità e tempo di accadimento dell'evento, potendo ben essere che un'operazione già decisa (e quindi importante per il suo contenuto informativo) sia momentaneamente accantonata per fatti sopravvenuti e quindi ripresa in ragione di nuovi sviluppi<sup>9</sup>.

Alla luce di quanto esposto risulta quindi chiaro che la precisione dell'informazione privilegiata può essere stabilita solo in seguito ad un esame dettagliato del caso concreto, valutando l'evento o l'insieme di fatti cui si riferisce la notizia, la sua compiuta realizzazione o il suo successivo e probabile verificarsi e la sufficiente specificità della notizia, tale cioè da consentire valutazioni prognostiche sull'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari.

Ai sensi della novellata disposizione di cui all'art. 181, comma 3, TUF, l'informazione può poi dirsi perciò qualificata da precisione se "è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento [...] sui prezzi degli strumenti finanziari". Siffatta caratteristica

<sup>7</sup> Trib. Brescia, 25 giugno 2002, in *Ban. bor. tit. cred.*, 2003, p. 732. I Giudici di Brescia, in relazione ad un caso di informazione privilegiata su un piano strategico di riposizionamento produttivo di una società emittente titoli, hanno precisato che "l'informazione specifica e di contenuto determinato si può riferire ad un accadimento non ancora certo, ma che abbia elevata probabilità di verifica, da collocarsi in un futuro prossimo".

<sup>8</sup> SFAMENI, *La nuova definizione di informazione privilegiata*, cit., p. 5.

<sup>9</sup> Si consideri l'esempio seguente: una società, nell'ambito di un *take over* amichevole, formula un'esplicita proposta di acquisizione; in questo momento prima di fare comunicazioni, la società *target* valuterà l'offerta e tutti gli elementi per vedere se l'acquisizione è "ragionevolmente realizzabile". Se l'acquisizione non fosse ragionevolmente realizzabile (ad esempio, per un prezzo troppo basso o per modalità di pagamento non giudicate convenienti dalla società scalata), la società *target* non sarà tenuta a comunicare alcunché per la mancanza del requisito di ragionevole successiva verifica *ex art. 181, comma 3, lett. a)*, TUF. Quando poi la società *target* decidesse di rifiutare la proposta, dovrebbe subito comunicare al mercato la notizia del rifiuto o del fallimento della trattativa (questa volta il rifiuto è un evento verificatosi). Se successivamente dallo stesso offerente venisse formulata un'ulteriore offerta più seria, allora la società *target* valuterà i dati e la natura della proposta, quindi provvederà alla comunicazione se sulla base di quella proposta giudicasse "ragionevole" ritenere che le trattative proseguiranno.

evidenzia che la notizia debba apparire come determinata e circostanziata in modo da fornire elementi valutativi attendibili circa la futura quotazione di mercato degli strumenti finanziari.

La specificità non deve essere accertata secondo termini astratti ed assoluti, ma sembra potersi apprezzare solo in relazione alla direzione dell'effetto sui prezzi: a titolo meramente esemplificativo può accadere che il contenuto informativo della notizia sia in grado di ridurre il rischio relativo alla decisione di investimento, facendo propendere all'acquisto con conseguente influenza sul prezzo di scambio. Il requisito della specificità sembra allora ricorrere anche per un'informazione relativa ad un evento complesso (quale un'OPA o una fusione), del quale siano noti solo alcuni particolari, mentre altri - pur sconosciuti - siano facilmente e ragionevolmente prevedibili<sup>10</sup>. Risulta dunque manifesto come il dettato normativo dell'art. 181, comma 3, lett. b), TUF, sia incentrato sulla sola attitudine della notizia a fornire indicazioni o a consentire previsioni sulle quotazioni di mercato, senza far riferimento all'entità della variazione prodotta sui prezzi: elemento che rientra nel requisito di influenza sensibile di cui al successivo comma 4.

Siffatta ricostruzione induce poi a ritenere che l'accertamento del requisito di precisione *ex art. 181, comma 3, TUF*, preceda il giudizio sul potenziale impatto sui prezzi *ex art. 181, comma 4, TUF*, distinguendosi da esso e ponendosi anzi come un primo strumento di selezione delle informazioni rilevanti.

In base alla lettura dell'art. 181, comma 3, TUF, sembra dunque potersi affermare che siffatta disposizione attribuisca rilevanza solo ad informazioni relative a fatti realizzati o che hanno superato lo stadio di semplici e generiche congetture e che siano talmente stringenti e concludenti da poter essere diretti sull'andamento dei prezzi a prescindere dalla misura dell'impatto esercitato e che sarà invece oggetto di un (logicamente) successivo apprezzamento. E' infatti la disposizione di cui al quarto comma dell'art. 181 TUF a definire il concetto di informazione *price sensitive*, affermando che "per informazione che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di strumenti finanziari si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento".

Siffatto requisito, da sempre controverso, è stato recentemente oggetto di valutazione da parte della Corte Costituzionale, che ha giudicato inammissibile la questione di legittimità costituzionale della previgente fattispecie di cui all'art. 180 TUF (cd. *insider trading*) per contrasto con il principio di precisione e determinatezza, nella parte in cui tale disposizione non definiva in modo preciso "l'idoneità ad alterare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari"<sup>11</sup>. Nella sentenza è stata invero affermata l'esigenza di ricorrere ad un criterio non numerico o percentualistico della variazione sensibile, che finirebbe per essere inadeguato al carattere fatalmente relativo dell'influenza sensibile, "strettamente correlata alle caratteristiche dello strumento finanziario al quale la notizia privilegiata si riferisce". I Giudici delle leggi hanno infatti spiegato che "rispetto ad un titolo relativamente stabile, anche una variazione di pochi punti potrebbe

<sup>10</sup> SFAMENI, *La nuova definizione di informazione privilegiata*, cit., pp. 6 ss..

<sup>11</sup> Corte Cost., 14 dicembre 2004, n. 382, in *Giur. Comm.*, 2005, II, pp. 107 ss..

essere considerata significativa; mentre rispetto ad uno strumento finanziario «fisiologicamente» soggetto ad oscillazioni, difficilmente si potrebbe giungere alle medesime conclusioni».

A fronte di siffatta pronuncia della Consulta, merita comunque rammentare che la giurisprudenza di merito, pronunciata nella vigenza delle precedenti disposizioni normative, aveva invece introdotto un criterio numerico, stabilendo che un calo delle quotazioni superiore al 6% avrebbe rappresentato una variazione sensibile<sup>12</sup>.

Alla luce della portata delle nuove norme e della *ratio* di tutela della trasparenza delle informazioni, sembra tuttavia che l'adozione di un parametro numerico, come criterio interpretativo, sia arbitrario<sup>13</sup>, nonché contrario alle scelte operate sia dal legislatore comunitario, sia da quello nazionale, che invece hanno adottato il criterio dell'investitore ragionevole.

La «nuova» formulazione dell'art. 181, comma 4, TUF, definisce infatti l'informazione dotata di influenza sensibile come quella che «un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento». Al fine dunque di individuare un'informazione privilegiata, l'interprete dovrà accertare la potenziale incidenza dell'informazione sui comportamenti di investimento o disinvestimento di un ipotetico investitore «ragionevole».

Ulteriori indicazioni utili per dare un volto a questa figura di investitore sono contenute nel Preambolo della Direttiva 2003/124, che ha chiarito che «un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, ossia su informazioni disponibili *ex ante*. Pertanto, al fine di rispondere alla domanda intesa a comprendere se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni disponibili *ex ante*. Nell'effettuare una tale analisi, occorre in particolare considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente interessato, l'attendibilità della fonte di informazione, ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento finanziario in oggetto o sullo strumento finanziario derivato».

L'investitore ragionevole può dunque essere individuato secondo il modello economico classico del decisore razionale, che ha come obiettivo la massimizzazione dell'utilità attesa e cioè a dire secondo la figura di una persona che sulla base delle informazioni disponibili e delle proprie capacità di elaborazione cerca di conseguire il massimo profitto.

Sembra comunque di potersi affermare che la stima della probabilità di influenza sui prezzi debba essere basata su un criterio di natura oggettiva e sulle informazioni che riguardano l'emittente, lo strumento finanziario e le relative condizioni di mercato. A tali fini l'emittente dovrà acquisire una conoscenza approfondita di siffatte variabili, alla luce delle quali potrà definire la rilevanza di una determinata informazione.

<sup>12</sup> Trib. Roma, 15-23 maggio 1996, in *Giur. Comm.*, 1997, II, p. 207.

<sup>13</sup> In questo senso: *SEC Staff Accounting Bulletin - n. 99 materiality*, sul sito [www.sec.gov](http://www.sec.gov). E' la stessa SEC ad aver dato parere contrario all'applicazione acritica della *ride of thumb*, un criterio numerico utilizzato dai revisori per giudicare la *materiality* (o sensibilità) di un'omissione o di un errore nelle informazioni contabili.

#### 4. Il ritardo nella comunicazione

Chiarito dunque cosa debba intendersi per informazione privilegiata ai sensi della novellata disciplina legislativa, bene osservare che se la disposizione di cui al comma 1 dell'art. 114 TUF impone agli emittenti quotati un obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate, la disposizione di cui al terzo comma della medesima norma consente a quegli stessi soggetti di ritardare, sotto la propria responsabilità, la comunicazione al pubblico, rimettendo nuovamente alla potestà regolamentare di CONSOB la determinazione delle relative condizioni e modalità. E' lo stesso legislatore a precisare peraltro che la comunicazione dell'informazione privilegiata non potrà essere ritardata ove la società non sia, nel frattempo, in grado di garantirne la riservatezza, nè ove il ritardo nella comunicazione possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali.

Da un lato, si può dunque osservare come il legislatore abbia ritenuto non doversi applicare la disciplina del ritardo nell'informazione ove non possa essere garantita l'assoluta riservatezza di quell'informazione che pure si vorrebbe non diffondere: non avrebbe infatti senso ritardare la diffusione al pubblico di una notizia che rischia comunque di circolare (o di "sfuggire") in via informale, magari per il tramite di canali non ufficiali o non tali da poterne garantire l'attendibilità e la veridicità. Dall'altro, è noto che il concetto di errore - convertendosi in una "falsa informazione" - presenta un'insidiosità ben maggiore del semplice "difetto di informazione" determinato dal ritardo e rischia (forse) di caricarsi anche di profili di penale rilevanza, tali cioè da far ritenere preferibile l'immediata e ufficiale comunicazione della notizia.

Bene precisare quindi che la lettera dell'art. 114, comma 3, TUF, sembra rimettere all'emittente la decisione in ordine al ritardo della comunicazione, al punto che nemmeno l'adozione di siffatta decisione dovrà essere preventivamente comunicata (nè dunque autorizzata) alla CONSOB, ma verrà assunta in autonomia dall'emittente, alle condizioni stabilite con regolamento da CONSOB e sotto la propria responsabilità. Ciò che pure sembrerebbe significare che ogni decisione di ritardare la comunicazione dovrà essere attentamente ponderata dagli organi amministrativi dell'emittente, perché potenzialmente idonea ad esporre l'ente ad una contestazione di inadempimento degli obblighi informativi di cui all'art. 114, comma 1, TUF, ed (eventualmente) anche al rischio di sanzioni penali (ad esempio, per ipotesi di aggravi).

La stessa disposizione di cui al terzo comma dell'art. 114 TUF attribuisce peraltro alla CONSOB la potestà di imporre con regolamento agli emittenti una preventiva informazione in ordine alle decisioni di ritardare le comunicazioni. Ed infatti, il già citato Regolamento Emittenti, all'art. 66-bis, commi 4 e 5, prevede che "i soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni ai sensi dell'art. 114, comma 3, del Testo Unico ne danno senza indugio notizia alla CONSOB, indicando le connesse circostanze" e quindi che "la CONSOB, avuta notizia di un ritardo nella comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, può richiedere ai soggetti interessati, valutando le circostanze dagli stessi rappresentate, di procedere senza indugio a tale comunicazione. In caso di inottemperanza, la CONSOB può provvedere direttamente a spese degli interessati".

La previsione di un obbligo informativo a favore di CONSOB potrebbe allora ritenersi sufficiente a sollevare l'emittente da responsabilità per il ritardo nella

comunicazione. In altre parole, la società non si troverebbe più ad adottare siffatta decisione autonomamente e "sotto la propria responsabilità", ma si rimetterebbe al vaglio dell'Autorità di Vigilanza che infatti, qualora ritenesse insussistenti i presupposti del ritardo, potrebbe ordinare la diffusione delle informazioni.

In siffatta ipotesi, un margine di responsabilità per l'emittente potrebbe comunque residuare quante volte lo stesso non abbia tempestivamente provveduto (ossia "senza indugio") ad informare la Commissione della propria volontà di ritardare l'informazione.

## 5. La durata del ritardo

Se dunque il nuovo testo di legge consente alla società emittente di ritardare la comunicazione delle informazioni di cui all'art. 181 TUF, non può tuttavia sottacersi la mancanza di qualsivoglia indicazione in ordine alla possibile durata del ritardo.

Una prima osservazione si impone invero come ovvia: il legislatore non consente all'emittente di omettere la comunicazione, ma solo di ritardarla, ed è lo stesso concetto di "ritardo" ad implicare il carattere di "temporaneità" della mancata informazione. Tuttavia, nemmeno nel Regolamento Emittenti è dato di poter rinvenire alcuna indicazione in merito alla tempistica del ritardo e dunque sembrerebbe versarsi in un vero e proprio vuoto normativo.

Le soluzioni ragionevolmente proponibili potrebbero allora essere due. La prima: l'emittente, nel momento di deliberare sul ritardo dell'informazione, decide anche sulla durata dello stesso, provvedendo poi a comunicare a CONSOB sia la decisione, sia la durata del ritardo. L'Autorità di Vigilanza sarà dunque chiamata a valutare non soltanto i presupposti del ritardo, ma anche i criteri per la determinazione della sua durata, potendo imporre l'immediata comunicazione dell'informazione od anche la sua mancata diffusione per un tempo minore a quello indicato dall'emittente. La seconda: l'emittente deciderà soltanto e genericamente in merito al ritardo, rimettendo quindi alla valutazione della CONSOB ogni determinazione in ordine alla durata del ritardo.

Rispetto a siffatto vuoto normativo, non inutile ricordare anche quelli che sono i principi fatti propri dalla disposizione di cui all'art. 66-bis, del Regolamento Emittenti che consente agli emittenti il ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate al fine di non pregiudicare propri legittimi interessi. Il secondo comma della medesima disposizione prevede poi che sono circostanze in relazione alle quali i legittimi interessi dell'emittente possono subire un pregiudizio (e che dunque possono legittimare il ritardo nella comunicazione) quelle in cui la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate possa compromettere la realizzazione di un'operazione da parte dell'emittente ovvero possa, per ragioni oggettive inerenti alla non adeguata definizione degli eventi o delle circostanze, dare luogo a valutazioni non compiute da parte del pubblico.

A titolo meramente esemplificativo si indicano due ipotesi di informazione privilegiata la cui comunicazione può essere ritardata in caso di pregiudizio all'interesse dell'emittente:

- a) le negoziazioni in corso, o gli elementi connessi, nel caso in cui la comunicazione al pubblico possa comprometterne l'esito o il normale

andamento. In particolare, nel caso in cui la solidità finanziaria dell'emittente sia minacciata da un grave ed imminente pericolo, anche se non rientrante nell'ambito delle disposizioni applicabili in materia di insolvenza, la comunicazione al pubblico delle informazioni può essere rinviata per un periodo limitato di tempo, qualora essa rischi di compromettere gravemente gli interessi degli azionisti esistenti o potenziali, in quanto pregiudicherebbe la conclusione delle trattative miranti ad assicurare il risanamento finanziario a lungo termine dell'emittente;

- b) le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo direttivo di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente, diverso dall'assemblea, qualora la struttura dell'emittente preveda la separazione tra i due organi, a condizione che la comunicazione al pubblico dell'informazione prima dell'approvazione, combinata con il simultaneo annuncio che l'operazione è ancora in corso, possa compromettere la corretta valutazione dell'informazione da parte del pubblico.

Dalle citate disposizioni sembrerebbe allora potersi evincere che lo svolgimento di operazioni commerciali ancora *in itinere* (ossia nel corso delle trattative) e comunque non definitive possa essere non tempestivamente comunicato (e dunque tenuto riservato) qualora la pronta comunicazione possa pregiudicare il buon esito delle stesse (e salvo l'onere di non falsa informazione del mercato).

Ebbene, le indicazioni riportate sembrano consentire alcune valutazioni anche in ordine alla durata del ritardo nella comunicazione. Ed invero non pare possibile negare che, fintanto che permangono le condizioni giustificative del ritardo, sarà legittimo non comunicare l'informazione. Così l'informazione dovrà essere comunicata non appena venga meno il rischio di pregiudizio per l'interesse della società, ad esempio, perché l'operazione già *in itinere* è sfociata in un'intesa formale tra le parti. D'altra parte, la comunicazione dell'informazione non potrà più essere ritardata ove l'emittente non sia più in grado di garantirne la riservatezza. Eloquente in questo senso la lettera del comma 4 dell'art. 114 TUF che testualmente dispone "qualora i soggetti indicati al comma 1 [...] comunichino nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio le informazioni indicate nel comma 1 ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, gli stessi soggetti indicati al comma 1 ne danno integrale comunicazione al pubblico, simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale".

Bene comunque porre in evidenza che, nella vigenza della precedente formulazione dell'art. 114 TUF (che non contemplava espressamente ipotesi di ritardo nella comunicazione), la dottrina aveva osservato che "non vi è dubbio che, una volta sorto l'obbligo, l'emittente può essere esentato dalla divulgazione dell'informazione, solo nel caso possa derivargli un grave danno e sempre che il pubblico possa non essere indotto in errore su fatti e circostanze essenziali"<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> SFAMENI, *Comunicazioni al pubblico*, in MARCHETTI-BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, Milano 1999, p. 528.

Si soggiungeva altresì che “vanno apprezzate le soluzioni adottate nell’ordinamento francese, inglese e nordamericano concernenti la facoltà concessa all’emittente di non procedere in determinate circostanze alla diffusione immediata dell’informazione, sempre che lo stesso sia in grado di mantenere la riservatezza dell’informazione nel periodo considerato. Qualora, infatti, l’emittente non fosse più in grado di garantire tale riservatezza, a causa, ad esempio, dell’eccessivo numero di *insiders* primari a conoscenza del fatto, l’interesse alla riservatezza dell’emittente passerebbe in second’ordine rispetto all’interesse degli investitori e del mercato ad una tempestiva informazione”<sup>15</sup>.

La conclusione è dunque facilmente intuibile: “non vi sarebbe alcuna possibilità per l’emittente di procrastinare gli adempimenti informativi se non alle condizioni segnalate [...]. In definitiva, non vi sarebbe un periodo temporale in cui non sorgerebbero obblighi informativi in capo all’emittente”<sup>16</sup>. Ciò che dunque sta a significare che essendo l’obbligo di informazione posto a diretto presidio della trasparenza del mercato, eliminando le asimmetrie informative, l’ente non può discrezionalmente liberarsi dell’obbligo stesso, dovendo procedere tempestivamente e continuativamente alla *disclosure* delle informazioni privilegiate.

Unica eccezione a siffatto dovere è perciò solo quella normativamente prevista: ossia il rischio di un pregiudizio agli interessi legittimi dello stesso emittente. Ma che si tratti di situazione eccezionale rispetto alla norma - ossia al dovere di pronta comunicazione - è facilmente evincibile da almeno due circostanze pure normativamente sancite. La prima è che l’ente è comunque direttamente responsabile della scelta di non provvedere all’informazione immediata. La seconda è che anche il possibile pregiudizio dell’emittente (giustificativo del ritardo) trova un limite nella necessità di una corretta informazione del mercato, che dunque si riconferma essere valore primario e prevalente rispetto all’interesse dell’emittente. Ed infatti la comunicazione non può essere ritardata (pur in costanza di un possibile pregiudizio della società) ove vi sia un rischio di errore per gli investitori o comunque ove non se ne possa garantire la perfetta riservatezza.

Si rammenti tuttavia che siffatto obbligo di immediata comunicazione ha pur sempre ad oggetto un *quid* che deve rispondere ai requisiti di cui agli artt. 114 e 181 TUF, ossia deve avere carattere preciso, concernere emittenti strumenti finanziari o strumenti finanziari ed essere *price sensitive*. Ciò significa che l’obbligo di comunicazione non potrà riguardare tutti quei fatti che non possano ancora dirsi caratterizzati dalla sussistenza delle tre citate connotazioni. Così, ad esempio, non potrà ritenersi obbligatoria l’informazione su operazioni che la società sta ancora ipotizzando di poter realizzare e che dunque non corrispondono a circostanze esistenti o di ragionevole successiva verifica. In questi casi non sembrerebbe sussistere un obbligo di comunicazione *ex art.* 114 TUF e dunque (salvi obblighi

---

<sup>15</sup> SFAMENI, *Comunicazioni al pubblico*, cit., pp. 528 ss., che pure precisa che “nel caso in cui si ravvisi la probabilità di violazione del dovere di riservatezza - perché, ad esempio, le parti coinvolte direttamente o indirettamente nella transazione diventano troppo numerose - gli obblighi informativi devono essere adempiuti senza ritardo”. In tal modo, si degrada il diritto alla riservatezza ad interesse legittimo dell’emittente, pur tuttavia condizionandone la tutela all’assunzione da parte dell’emittente di una vera e propria posizione di garanzia nell’interesse dell’intero mercato. In altre parole, l’emittente diviene garante della riservatezza dell’informazione in ragione della sua posizione di produttore dell’informazione stessa.

<sup>16</sup> SFAMENI, *Comunicazioni al pubblico*, cit., pp. 530 ss..

informativi eventualmente imposti da altre disposizioni di legge) un'eventuale comunicazione "volontaria" della notizia dovrà necessariamente rispondere a criteri di veridicità e completezza e l'opportunità e il contenuto della relativa scelta informativa non potrà che essere attentamente vagliata anche in ragione della fattispecie di cui all'art. 185 TUF<sup>17</sup>.

## 6. Il registro degli *insiders*

L'esigenza di garantire la riservatezza dell'informazione privilegiata, che è presupposto della correttezza delle comunicazioni al mercato, viene ulteriormente posta in evidenza dalla disposizione dell'art. 115-*bis* TUF, ove è sancito che "gli emittenti quotati e i soggetti in rapporto di controllo con essi o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto devono istituire e mantenere regolarmente aggiornato un registro delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale ovvero in ragione delle funzioni svolte hanno accesso alle informazioni indicate all'art. 114, comma 1", ossia (appunto) le informazioni privilegiate. Nuovamente si rimette alla potestà regolamentare di CONSOB la definizione delle modalità di iscrizione, tenuta e aggiornamento dei registri. Ed infatti, agli artt. 152-*bis* ss. del Regolamento Emittenti, la Commissione ha provveduto in tal senso, dettando norme di carattere prevalentemente esecutivo.

E' noto che la disciplina delle comunicazioni delle informazioni privilegiate di cui agli artt. 114 ss. TUF è funzionale alla prevenzione del reato di *insider trading*: maggiore è infatti la tempestività e la precisione nella pubblicazione delle informazioni, minore sarà il rischio di sfruttamento di informazioni non ancora rese pubbliche<sup>18</sup>. Rischio che, come pure noto, grava oggi sia sulle persone fisiche che sull'ente collettivo<sup>19</sup>. D'altra parte, nemmeno può sottacersi che lo stesso concetto di "informazione privilegiata" rilevante tanto ai fini di cui all'art. 114 TUF, quanto ai fini della fattispecie di *insider trading*, postula proprio il requisito della mancata pubblicazione. In altri termini, nel momento stesso in cui la notizia viene resa nota diventa impossibile che l'utilizzo della stessa possa essere qualificato come *insider*

<sup>17</sup> In proposito, GIORGI, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società*, Torino 2005, pp. 247 ss., osserva che "se l'informazione non è un «dovere» del soggetto potenzialmente *insider*, e nessuna norma impone all'*insider* di rivelare le informazioni che possiede, è comunque chiaro che, in riferimento agli amministratori, al di fuori delle fattispecie penalmente perseguibili, e sempre fermo restando il dovere di diligenza di cui all'art. 2392, comma 1, c.c., la divulgazione dell'informazione è libera, o meglio dipenderà dalla loro discrezionalità nell'adempimento dell'incarico e salva l'eventuale responsabilità qualora, anche indipendentemente dall'esistenza delle fattispecie penalistiche, ne ricorrano i presupposti".

<sup>18</sup> In proposito, cfr. RIGOTTI, *Informativa societaria*, cit., p. 621, che osserva che "il parallelismo con le informazioni ricadenti nel divieto di *insider trading* risulta evidente e tutt'altro che casuale: tale divieto, infatti, mira ad evitare che le informazioni rilevanti, nel periodo che precede la loro pubblicazione (in quanto ancora incerte o indeterminate o perché una divulgazione prematura danneggerebbe gli interessi legittimi dell'emittente), siano sfruttate da quanti hanno un accesso privilegiato alle medesime".

<sup>19</sup> Come noto, la legge 62/2005 ha introdotto un nuovo art. 25-*sexies* nel corpus del d.lgs. 231/2001, volto ad estendere la responsabilità dell'ente anche quale conseguenza delle fattispecie di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato (artt. 184, 185 TUF). A ben vedere, l'estensione non attiene al delitto di manipolazione del mercato, già "ricompreso" nella fattispecie di cui all'art. 2637 c.c. richiamata dall'art. 25-*ter*, lett. *r*), d.lgs. 231/2001, quanto piuttosto all'*insider trading* che non rientrava tra le fattispecie suscettibili di determinare la responsabilità dell'ente. In argomento, SEMINARA, *Disposizioni comuni agli illeciti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, pp. 12 ss..

*trading*, proprio per l'assenza del requisito di riservatezza che è uno degli elementi costitutivi della fattispecie.

Poste siffatte premesse, il sillogismo porta allora alla conclusione che tutti i soggetti che hanno accesso alle informazioni privilegiate, e che come tali vanno iscritti nel registro di cui all'art. 115-*bis* TUF, sono fatalmente potenziali autori del reato di *insider trading*. Ne consegue altresì che l'individuazione di siffatti soggetti, cui non provvede l'art. 115-*bis* TUF, può essere operata in ragione della disposizione di cui all'art. 184 TUF, che appunto punisce il reato di *insider trading*. Soggetti attivi ne sono infatti i membri degli organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, i soci ed i dipendenti dell'emittente e tutti coloro che, per ragioni professionali, mantengono rapporti con l'emittente: costoro, in quanto depositari di informazioni privilegiate, andranno allora iscritti nel registro degli *insiders*. Manifesto poi che i membri del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale saranno senza dubbio da iscriversi nel registro in ragione della loro posizione, mentre per i soci (almeno i maggiori) ed i dipendenti dovrà essere operato caso per caso l'esame delle relative competenze e conoscenze.

La tenuta del registro degli *insiders* è funzionale a garantire un controllo sulla circolazione dell'informazione privilegiata prima della sua pubblicazione. Siffatta esigenza appare poi particolarmente sensibile nel momento in cui l'emittente decide di ritardare la comunicazione dell'informazione. E non è senza rilievo rammentare che, proprio per il caso di ritardo nell'informazione, l'art. 66-*bis*, comma 3, del Regolamento Emittenti precisa che "i soggetti che ritardano la comunicazione [...] devono controllare l'accesso alle informazioni stesse al fine di assicurarne la riservatezza". Ebbene, la corretta tenuta del registro è il primo adempimento inderogabile al fine di consentire siffatto controllo. D'altra parte, la stessa consapevolezza da parte dell'emittente che anche soggetti non iscritti nel registro sono ormai a conoscenza dell'informazione la cui comunicazione è stata ritardata, dovrebbe costituire un "campanello d'allarme" per la società nel senso di indurla a provvedere all'immediata formale pubblicazione della notizia per carenza del requisito di riservatezza.

In conclusione si osserva che la tenuta del registro consente alla società, che pure sarebbe chiamata a risponderne in forza delle recenti modifiche apportate al d.lgs. 231/2001, di esercitare un migliore controllo al fine di prevenire il reato di *insider trading*. In altre parole, la conoscenza dei potenziali *insiders* e delle informazioni a loro disposizione sembra svolgere un'importante funzione preventiva rispetto alla commissione di quel reato, anche ai fini di cui al citato decreto.

## 7. I rapporti infragruppo

Opportuno infine tentare qualche breve riflessione in ordine all'applicazione della citata disciplina nell'ambito dei rapporti infragruppo<sup>20</sup>. Il primo comma dell'art. 114 TUF pone infatti l'obbligo informativo a carico tanto degli emittenti quotati, quanto dei soggetti che li controllano, siano essi quotati o meno.

<sup>20</sup> In argomento si veda diffusamente GIORGI, *Libertà di informazione e dovere di riservatezza degli amministratori nei gruppi di società, cit.*, in particolare pp. 227 ss..

Per gli emittenti quotati e per i loro controllanti, l'oggetto dell'obbligo informativo è identico e consiste nelle informazioni privilegiate di cui all'art. 181 TUF che riguardino direttamente l'emittente quotato e le società da esso controllate. In altre parole, la società che controlla l'emittente non è tenuta ad effettuare alcuna comunicazione in ordine alla propria situazione, ma solo in ordine a quella dell'emittente e delle altre società dallo stesso controllate.

La qualifica di emittente quotato sembrerebbe allora attivare un autonomo obbligo informativo anche a carico dei soggetti controllanti. Si verrebbe cioè a verificare un curioso fenomeno di "duplicazione" degli obblighi di comunicazione e dunque del flusso informativo, tale da indurre la dottrina a rilevare che "poiché gli emittenti quotati sono già destinatari degli obblighi informativi concernenti i fatti che accadono nella propria sfera di attività, il soggetto (sia esso emittente non quotato, sia esso emittente quotato) che controlli un emittente quotato sarà esonerato, si ritiene, dagli obblighi informativi relativi a tali fatti"<sup>21</sup>.

La soluzione è stata, d'altra parte, fatta propria anche dalla CONSOB nella Comunicazione n. DM199026448 dell'8 aprile 1999. In siffatto documento la Commissione ha infatti osservato che "al verificarsi di un evento idoneo ad influenzare le quotazioni, ciascun emittente quotato, al fine di adempiere correttamente agli obblighi di informazione societaria, deve in primo luogo provvedere ad informare gli investitori. Una volta portato a conoscenza del mercato [...] ogni evento rilevante, diventando di pubblico dominio, non può comportare alcun obbligo di comunicazione a carico della società che controlla l'emittente che ha già adempiuto agli obblighi di informazione. Da tali osservazioni si deduce, pertanto, che il disposto dell'art. 114 del d.lgs. n. 58/1998 relativo alla comunicazione dei fatti *price sensitive* da parte di una società controllata alla propria controllante quotata, al fine della successiva diffusione al mercato, trova utile applicazione soltanto nel caso in cui la società controllata non abbia essa stessa strumenti finanziari quotati".

La stessa Commissione ha quindi osservato che "profili diversi presenta il caso in cui l'evento, concretizzatosi in una società quotata controllata da un'altra società quotata, possa produrre su quest'ultima effetti non sufficientemente spiegati nel comunicato emesso nella controllata. In tale caso la società controllante sarà obbligata a rendere noti al pubblico tali effetti al fine di consentire un compiuto esame dell'evento da parte degli investitori. Rispetto a simili fattispecie le due società possono effettuare una comunicazione congiunta".

Al fine di garantire la maggior completezza dell'informazione nell'ambito dei gruppi sociali la disposizione di cui al comma 2 dell'art. 114 TUF, che non è stata oggetto di novella, prevede poi che "gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere agli obblighi di comunicazione previsti dalla legge. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste".

Il tenore della disposizione lascia chiaramente intendere che solo l'emittente quotato ha la potestà di chiedere ed ottenere informazioni da parte delle proprie controllate al fine di poter provvedere alle comunicazioni di cui all'art. 114. Analogo potere non è invece riconosciuto alle società non quotate che pure controllano

<sup>21</sup> SFAMENI, *Comunicazioni al pubblico*, cit., p. 564.

emittenti quotati e che dunque sarebbero egualmente obbligate ai sensi dell'art. 114, comma 1, TUF<sup>22</sup>.

Siffatto difetto di esplicita previsione induce l'interprete a nuovamente confermare l'ipotesi già enunciata, ossia che per i fatti che accadono nella sfera dell'emittente quotato sia obbligato alla comunicazione il solo emittente e non anche la società non quotata che lo controlla. E questo perché la società controllante non quotata nemmeno ha il potere ed il diritto di avere dalla propria controllata quelle informazioni che pure dovrebbe poi trasmettere al mercato.

---

<sup>22</sup> PISCITELLO, *Comunicazioni al pubblico*, in CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, Torino 2002, II, p. 952, il quale appunto pone in evidenza come le società non quotate controllanti emittenti quotate, "in quanto tenute ad adempiere agli obblighi di comunicazione al pubblico, hanno necessità di conoscere i dati delle proprie controllate".

[HOME](#)[CHI SIAMO](#)[HANNO COLLABORATO](#)[SHOPPING 231](#)[COME ABBONARSI](#)Buonasera Avv. Giovanni Paolo Accinni (codice abbonato: 002277) [marzo](#) in [GIURISPRUDENZA](#) : Corte di Cassazione, [sen Gio](#), 16 Mar 2017

LE RUBRICHE  
[CIRCOLARI](#)  
[NORME E ATTI](#)  
[GIURISPRUDENZA](#)  
[RASSEGNA STAMPA](#)  
[TESI DI LAUREA](#)  
[CONVEGNI](#)  
[BIBLIOGRAFIA](#)  
[OSSERVATORI](#)

GLI INTERVENTI

ANNO 2017  
 ANNO 2016  
 ANNO 2015  
 ANNO 2014  
 ANNO 2013  
 ANNO 2012  
 ANNO 2011  
 ANNO 2010  
 ANNO 2009  
 ANNO 2008  
 ANNO 2007  
 ANNO 2006  
[Dicembre 2006](#)  
[Novembre 2006](#)  
[Ottobre 2006](#)  
[Settembre 2006](#)  
[Agosto 2006](#)  
[Luglio 2006](#)  
[Giugno 2006](#)  
[Maggio 2006](#)  
[Aprile 2006](#)  
[Marzo 2006](#)  
[Febbraio 2006](#)  
[Gennaio 2006](#)  
 ANNO 2005

LE NOTIZIE

ANNO 2017  
 ANNO 2016  
 ANNO 2015  
 ANNO 2014  
 ANNO 2013  
 ANNO 2012  
 ANNO 2011  
 ANNO 2010  
 ANNO 2009  
 ANNO 2008  
 ANNO 2007  
 ANNO 2006  
 ANNO 2005

LA "NUOVA" DISCIPLINA DELL'INFORMAZIONE PRIVILEGIATA - I° PARTE - di Giovanni Paolo Accinni, Avvocato in Milano

[stampa questa pagina](#)

### 1. Premessa.

La disciplina della diffusione al pubblico di informazioni relative agli emittenti strumenti finanziari quotati suscettibili di incidere sulla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari stessi è stata, come noto, recentemente riformata.

La legge 62/2005, in attuazione del diritto comunitario è infatti intervenuta nel corpo del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 58/98, c.d. TUF) riformandone più di una disposizione. In particolare, l'art. 9, comma 1, lett. e), della legge 62/2005 ha riscritto la disposizione di cui all'art. 114 TUF in tema di obblighi di comunicazione al pubblico cui sono tenuti gli emittenti quotati ed i soggetti che li controllano.

La previgente formulazione dell'art. 114 TUF prevedeva un generico obbligo di informazione in ordine ai "fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio ed idonei, se resi pubblici ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari" (c.d. notizie price-sensitive). Siffatta norma, incentrata sulla generica definizione di notizia price sensitive, è stata dunque sostituita da una nuova e più ampia formulazione che impone agli emittenti quotati uno specifico obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate, così come oggi definite dall'art. 181 TUF: disposizione pure novellata per effetto della legge n. 62/2005. Invero, la disposizione di cui all'art. 114, comma 1, TUF, prevede oggi che "fermi gli obblighi di pubblicità previsti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'art. 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate". La medesima disposizione rimette poi al potere regolamentare della Consob di stabilire le modalità ed i termini di comunicazione delle informazioni.

Il legislatore italiano, in conformità alle indicazioni di Bruxelles (formulate già con la c.d. "direttiva base" 2003/6/CE), ha dunque inteso creare i "giusti" incentivi per l'esternalizzazione di informazioni privilegiate, in conformità alla c.d. "efficient capital market hypothesis", ossia alla teoria economica secondo cui i prodotti negoziati nei mercati finanziari devono esprimere prezzi che riflettano completamente tutte le informazioni disponibili. In questa prospettiva l'ordinamento giuridico mira ad assicurare a ciascun investitore l'informazione necessaria per effettuare un investimento consapevole ed inoltre tende ad individuare i canali che agevolino l'esternazione di siffatte informazioni proprio da parte di quei soggetti (per lo più istituzionali) in grado di sostenere i costi necessari per raccogliere ed elaborare i dati disponibili, assicurando così una corretta formazione dei prezzi.

Preliminare ad ogni ulteriore considerazione diviene allora la perfetta comprensione del concetto di informazione privilegiata così come definita dalla disposizione di cui all'art. 181 TUF che, appunto, rubrica "informazione privilegiata".

### 2. La nuova nozione di "informazione privilegiata".

Il primo comma dell'art. 181 TUF definisce l'informazione privilegiata come "un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari". La "novellata" disposizione di cui all'art. 181 TUF non fornisce dunque una tipizzazione specifica di tutte le informazioni che potrebbero influire sui prezzi degli strumenti finanziari (né sarebbe ragionevolmente concepibile una capacità di tipizzazione del legislatore talmente ampia), ma demanda agli emittenti l'onere di valutare caso per caso l'idoneità dell'informazione ad influenzare sensibilmente i prezzi di mercato.

Bene subito porre in evidenza che se l'art. 181 TUF individua come informazioni privilegiate quelle che concernono "direttamente o indirettamente" gli emittenti o gli strumenti finanziari, l'obbligo informativo di cui all'art. 114 TUF attiene tuttavia alle sole informazioni privilegiate (di cui all'art. 181 TUF) che riguardano "direttamente" gli emittenti quotati e le società dagli stessi controllate. In altri termini, l'obbligo informativo di cui all'art. 114 TUF non investe tutte le informazioni privilegiate astrattamente suscettibili entro la disposizione di cui all'art. 181 TUF, ma solo quelle che attengono direttamente all'emittente (e non anche quindi quelle che concernono indirettamente); insomma, "le informazioni oggetto di disclosure rappresentano un sottoinsieme di quelle il cui utilizzo è vietato agli insider".

Resta allora da comprendere che cosa debba intendersi per informazione (privilegiata) concernente direttamente l'emittente. Secondo una prima soluzione ermeneutica si potrebbe ritenere che siano tali i fatti interni all'emittente (c.d. corporate informations), ossia le informazioni concernenti eventi e conoscenze sviluppatasi all'interno delle imprese e riguardanti la loro situazione patrimoniale, reddituale, le prospettive di sviluppo (ad esempio importanti accordi con altre imprese, importanti ordini, contratti od acquisizioni, lancio di nuovi prodotti, cambiamenti nelle prospettive reddituali), ovvero situazioni di particolare rischiosità quali contenziosi giudiziari di rilievo. Un seconda possibile interpretazione è invece nel senso di ritenere che informazioni riguardanti direttamente l'emittente siano anche i fatti di natura economica, sociale o politica (e dunque estranei alla gestione sociale) comunque idonei a comportare sensibili variazioni sul prezzo degli strumenti finanziari (c.d. market informations).

La dottrina aveva già affrontato la questione nella vigenza della precedente formulazione dell'art. 114 TUF, che espressamente richiedeva la comunicazione dei fatti avvenuti "nella sfera di attività dell'emittente": formula che

nella comunicazione possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali.

Da un lato, si può dunque osservare come il legislatore abbia ritenuto non doversi applicare la disciplina del ritardo nell'informazione ove non possa essere garantita l'assoluta riservatezza di quell'informazione che pure si vorrebbe non diffondere: non avrebbe infatti senso ritardare la diffusione al pubblico di una notizia che rischia comunque di circolare (o di "sfuggire") in via informale, magari per il tramite di canali non ufficiali o non tali da poterne garantire l'attendibilità e la veridicità.

Dall'altro, è noto che il concetto di errore — convertendosi in una "falsa informazione" — presenta un'insidiosità ben maggiore del semplice "difetto di informazione" determinato dal ritardo, e rischia (forse) di caricarsi anche di profili di penale rilevanza, tali cioè da far ritenere preferibile l'immediata e ufficiale comunicazione della notizia. Bene precisare quindi che la lettera dell'art. 114, comma 3, TUF sembra rimettere all'emittente la decisione in ordine al ritardo della comunicazione, al punto che nemmeno l'adozione di siffatta decisione dovrà essere preventivamente comunicata (né dunque autorizzata) alla Consob, ma verrà assunta in autonomia dall'emittente, alle condizioni stabilite con regolamento da Consob e sotto la propria responsabilità. Ciò che pure sembrerebbe significare che ogni decisione di ritardare la comunicazione dovrà essere attentamente ponderata dagli organi amministrativi dell'emittente, perché potenzialmente idonea ad esporre l'ente ad una contestazione di inadempimento degli obblighi informativi di cui all'art. 114, comma 1, TUF ed (eventualmente) anche ai rischio di sanzioni penali (ad esempio per ipotesi di aggioaggio).

La stessa disposizione di cui al terzo comma dell'art. 114 TUF attribuisce peraltro alla Consob la potestà di imporre con regolamento agli emittenti una preventiva informazione in ordine alle decisioni di ritardare le comunicazioni. Ed infatti, il già citato Regolamento Emittenti, all'art. 66-bis, commi 4 e 5, prevede che "i soggetti che ritardano la comunicazione al pubblico delle informazioni ai sensi dell'art. 114 comma 3, del Testo unico ne danno senza indugio notizia alla Consob, indicando le connesse circostanze"; e quindi che "la Consob, avuta notizia di un ritardo nella comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, può richiedere ai soggetti interessati, valutando le circostanze dagli stessi rappresentate, di procedere senza indugio a tale comunicazione. In caso di inottemperanza, la Consob può provvedere direttamente a spese degli interessati".

La previsione di un obbligo informativo a favore di Consob, potrebbe allora ritenersi sufficiente a sollevare l'emittente da responsabilità per il ritardo nella comunicazione. In altre parole, la società non si troverebbe più ad adottare siffatta decisione autonomamente e "sotto la propria responsabilità", ma si rimetterebbe al vaglio dell'Autorità di Vigilanza che infatti, qualora ritenesse insussistenti i presupposti del ritardo, potrebbe ordinare la diffusione delle informazioni.

In siffatta ipotesi, un margine di responsabilità per l'emittente potrebbe comunque residuare quante volte lo stesso non abbia tempestivamente provveduto (ossia "senza indugio") ad informare la Commissione della propria volontà di ritardare l'informazione.

(continua)



[Chi siamo](#) - [Link](#) - [Note legali](#) - [Cookie](#) - [Contatti](#)

**PLENUM S.r.l.** - P.I./C.F. 08809900015

Via San Quintino, 26/A - 10121 Torino - Tel. 011.812.47.05 - Fax. 011.812.70.70

